

## 市場アップデート – 2019年10月11日 –

事態は日増しに hairy に

香港やトルコ、エクアドルにおいて地政学リスクが高まるなか、事態は髪の毛でも覆い隠すことが困難になっています。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週は、週の後半に再開された米中貿易協議の行方に注目が集まりました。困難な政治状況を背景に、金融市場における投資家心理はやや不安定になっているようです。

米政権が先週、新疆ウイグル自治区のイスラム教徒に対する人権侵害に関連し、複数の中国のハイテク企業をブラックリストに掲載するとともに、中国高官らのビザ発給を制限したことも、交渉のトーンに水を差す要因になりそうです。交渉が破談となり、数週間後に予定されている追加関税発動が予定通り実施されるリスクがあると言えるでしょう。

市場では、「部分合意」として、中国による米国産農産物購入と引き換えに、これらの追加関税発動が延期されることが全般的に予想されています。しかしながら、北京（中国政府）が日増しにワシントン界隈で「戦略的な敵」として見られ始めているなか、米中が異なる方向へと動いていくというリスクも残ります。

### 政治的不確実性の高まり

そのような中、市場は、トランプ米大統領の弾劾プロセスの進展にもやや神経質な反応を示し始め、共和党及び民主党の言動は辛辣さを増しています。

経済指標がやや鈍化基調にある中での政治的不透明感の高まりは信頼感を損ねる要因になっていると見られ、その意味では、株式指数が下落基調にあり、スプレッドが拡大基調にあることはそれほど不思議ではないと言えるでしょう。これまでに米国債利回りは低下してきており、市場では10月末の米連邦公開市場委員会（FOMC）における25bpsの利下げが広範に予想されています。

ただし、米連邦準備制度理事会（FRB）が今回の利下げをあくまでもサイクル中盤での政策調整と位置づける限り、米国内経済の基調的な底堅さから、合計で75bpsの利下げを行ったのちにFRBが利下げ停止を愛好するのではないかとみています。パウエルFRB議長自身は、この夏に「サイクル中盤での政策調整」との表現を批判されて以降、この表現を公には使いたくないようですが、依然として今回の利下げはそのような位置づけであると考えています。

合計75bpsの金融緩和は、1995年及び1998年にも見られた動きであり、その後数年間では金利はかなり上昇しています。したがって、社会通念としては、仮にFRBがあと1回を超えて利下げを行う必要があるとすれば、それはより明確な景気減速が確認されている場合であるとみられ、その場合、政策金利は再び0%まで引き下げられる可能性すらあると言えるでしょう。

ブルーベイでは、ダウンサイドのリスクが具現化することを疑問視しているため、そのような状況に至る可能性は非常に低いとみています。貿易戦争の激化は注視すべきリスク要因になりますが、ある種の停戦が達成され、それ以外に更なる悪材料がなければ、信頼感に関連した指標に改善が見られ始める可能性があるかとみています。

## 欧州市場は供給によって調整

ユーロ圏経済は引き続き非常にシクリカルで、貿易協議の行方は同地域のマクロ見通しに重大な意味を持つ可能性があります。

今のところ、ドイツ政府は財政緩和の必要性を避け続けていますが、おそらく将来的には避けることの出来ない潮目の変化を隠しているようです。それ以外では、欧州でリセッションの前兆となり得る労働市場には、弱含みの兆しはほとんど見られていません。

したがって、製造業が例外的に弱含んでいるものの、サービス業及び内需は比較的堅固であるという点において、域内の見通しには幾らか安定の兆しも見て取れます。成長率は低位に留まり、これに変化をもたらすための金融政策の効果にも限界があるようです。

ドイツ国債利回りはレンジ内で落ち着いているとみられ、今後時が経つにつれ、ユーロ圏周辺国のスプレッドは縮小していくと予想しています。

足下では、イタリア及びギリシャにおける新規発行を背景とした調整が見られるものの、その他の市場ではボラティリティが上昇し始めているなか、周辺国国債のスプレッドのボラティリティは低下基調にあるということは特筆すべきでしょう。

ギリシャの短期国債利回りがマイナス圏入りしているなか、良好な需給環境を背景に、ポルトガル国債の利回りがスペイン国債の利回りを下回る水準まで低下している状況は興味深いと考えています。特に今後の更なる格上げによってギリシャが再び投資適格の仲間入りをする状況が訪れれば、同様の現象が今後ギリシャ国債においても起こり、スプレッドが大幅に縮小する可能性は十分にあると考えています。

## ブレグジットのショーは続く

英国では、直前での離脱合意の可能性が、低下し続けたかと思いきや、ジョンソン首相とアイルランドのバラッカー首相との首脳会談ののち再び上昇し、先週も英国資産がブレグジットの流れに合わせて踊りを続けました。

現段階で、新たな突破口が見出されるかどうかを見極めることは依然として困難な状況です。仮にジョンソン首相が譲歩した場合であっても、英議会が承認する合意案を導き出すことが出来るかどうかは不透明です。実際、ブレグジットに関して述べる上で非常に危険なのは、新たなヘッドラインや進展が、いかなる分析もすぐに陳腐化させてしまう可能性のある段階に突入しているためです。ただし現段階に至るまでは、ブレグジット期限の延長及び解散総選挙は避けられない状況であるとみてきました。

仮にそうであった場合、今週の終わりに EU サミットから戻ったジョンソン首相自身がそのような展開を発表するかどうか焦点になるとみています。首相自身が発表すれば、今後の日程につき自らが一定のコントロールを保つことが出来るとみられますが、仮に首相がこれ

を拒んだ場合には、反対する勢力が同盟を組んで不信任案を提出し、暫定的な首相を据えるとともに、自ら期日の延期を申請するとみえています。

その場合には、総選挙に先立って第二回国民投票の実施に向けて同盟の足並みを揃える可能性すらあるとみえています。このような進展は、多くの関係者にとって政治的に好都合となる可能性があるでしょう。ブレグジット党に流れる票を最小限に食い止めたジョンソン氏率いる保守党が、「合意なき離脱」を掲げて選挙キャンペーンを展開し（そして勝利する）ことを懸念していたとするならば、尚更です。したがって、事態は早々にヤマ場を迎える可能性があると言えるでしょう。

現段階では依然としてブレグジット問題が解決されていませんが、硬直状態にあった過去18ヶ月との比較で言えば、少なくともそのような解決策までの道筋は理解しやすい状況になると言えそうです。

同時に、財政政策はより急速に緩和傾向にあります。保守党が過去数年間の財政緊縮の大半を元に戻し始めていることから、ここ最近では財政研究を専門とする独立機関が懸念を表明する状況に至っています。

しかしながら、債券利回りが非常に低水準にあり、経済環境も芳しくないなか、そのような財政対策は十分に正当化されると考えています。

さらに現段階では、利下げ及び追加量的緩和（QE）よりも、財政緩和の方がはるかに理にかなっていると考えます。資産価格のつり上げは所得不平等に拍車を掛けるのみであり、足下では金融政策が役割を終えたとの認識がグローバルに広がっているように見受けられます。

英国において、いかなる政党が政権を獲得しても財政緩和が続くであろうとのブルーベイの見方は、欧州周辺国など他の資産と比較して英国債のショート・ポジションを維持する理由の一つとなっています。

## トルコは不安定なまま

その他の市場に目を向けると、リスク資産に対する圧力の高まりは社債スプレッドの拡大にもつながっています。最も特筆すべきトレンドとして、スプレッドの「ディコンプレッション」が挙げられます。これは、低格付け銘柄のスプレッド拡大幅が、高格付け銘柄のスプレッド拡大幅を大幅に上回る現象で、とりわけ投資家の利回り追求姿勢が格付けの高い社債の支援材料となっている欧州市場において顕著に見られています。

エマージング市場では、トルコ軍が（米軍が撤退した後に）シリアを侵攻したことにより、トルコ資産が軟調となりました。シリア北部におけるクルド人勢力との見苦しい戦争のリスクを踏まえ、トランプ米大統領はトルコ経済を破壊すると脅しを掛けました。ただしトルコのエルドアン大統領は、ここ数年でトルコに移動したシリア難民を再定住させる必要があり、シリア内に緩衝地帯を作る意図があるとみられます。TVでの無残な映像は国際的な制裁につながる可能性があり、トルコ経済が引き続き脆弱であることを踏まえると、更なるダウンサイド・リスクとなり得ることは明らかです。

一方香港では抗議デモによる混乱が続き、中央アメリカのエクアドルでも政情不安が勃発しました。さらに、米国における弾劾プロセスによって、ウクライナの汚職関連の話題にも注

目が集まっています。中東における懸念も燦るなか、このようにあらゆる事態が発生している中で、投資家がやや警戒感を示していることは不思議ではないと言えるかもしれません。

## 今後の見通し

今後を見据える上で、12ヶ月前の市場環境を振り返らずにはいられません。昨年と同時期に、リスク資産は同様に一定の圧力下に置かれました。結果として昨年10-12月期に、米国株式は14%下落し、利回りは急低下するとともに、クレジット債のスプレッドは拡大しました。

ただしブルーベイでは、2019年にその繰り返しが見られる可能性は、排除は出来ないものの、低いとみています。貿易戦争の先鋭化や地政学的混乱に対する懸念は燦り、これらに対する警戒感が市場の逆風要因となることで、リスク資産の大幅な上昇は困難になるかもしれません。ただし、米国経済の比較的健全な状態が続けば、足下で市場に織り込まれているシナリオよりも楽観的な結果を期待することが出来るかもしれません。

新たな悪材料がない限り、PMIが底打ちした、もしくは底打ちに近い状態にある可能性もあり、仮にそうであった場合には、債券の名目利回りの更なる低下は困難になる可能性があります。

ある意味では、欧州債券の利回り低下が、米10年国債の1.5%までの低下を促す要因の一つであったと言えるかも知れず、ドイツ国債利回りの更なる低下余地が限定的となっている今となつては、米経済指標の大幅な悪化が見られない限りは、米国債への需要は抑制されていく可能性もあると言えるでしょう。

米中関係に再び視線を戻すと、海外企業に影響を与えるための中国での反論や脅し、試みが、ここ最近大きくメディアで報道されていることは興味深いと考えています。

先週、米プロバスケットボールNBAロケッツのゼネラルマネージャーであるダリル・モリー氏が香港における反政府デモを支援するツイッターをし、NBAのコミッショナーもこれを擁護する発言をしたことを踏まえ、中国政府がNBAの試合中継を取り止める決定を下したことは、米国が憲法上認める表現の自由に対する、中国の国家権力の介入を示すとも取れる新たな事例であったと言えるでしょう。

長きに亘って、米企業は中国政府からの要求に喜んで応じてきましたが、これらが本国において大きく報道され、批判を集めている今となつては、中国政府に反対する立場を取ることの方が得策であると捉える可能性もあります。

米中を見ると、香港などの話題における見解の違いを誤魔化すことは困難になってきているように見受けられます。先週香港の覆面禁止法への対応策としてSNSに投稿された、髪の毛作ったマスク(=hairy mask)でも、そうした事実を覆い隠す(mask)ことは日増しに難しく(hairy)なつてきているようです。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2019年10月11日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上